

# Fed Watching

米国金融分析レポート

**米国 FRB は緩和的な政策金利の調整過程とのスタンスを維持(5月3日FOMC)**

発表日:05年5月3日(火)

~ 慎重なペースでの利上げが可能としながらも経済情勢にあわせて柔軟に実施する姿勢 ~ (No.Fed-001)

第一生命経済研究所 経済調査部

桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

(03-5221-5001: [seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp](mailto:seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp))

## 25bp の利上げ継続

5月3日のFOMCでは、FFレートの誘導目標を25bp引き上げ3.00%とすることが全会一致で決定された。同時に公定歩合の25bpの引き上げが承認された(4.00%)。2004年6、8、9、11、12、2005年2、3月に続く今利上げ局面で8回目の利上げは、エネルギー価格の上昇によって支出の堅調なペースが多少鈍化したものの拡大が続いていること、労働市場の回復が持続していること、インフレ期待が落ち着いた状態にあること、今回利上げを行っても依然政策金利の水準は緩和的であることを背景に、過去7回と同様に25bpの慎重なペースで行われた。

現状判断では、発表された経済指標に基づき景気認識の下方修正、短期的な物価判断を上方修正した。一方で、リスク判断は全く変更されなかった。さらに、緩和的な金融政策の解除に関しては“インフレ率は落ち着いた状態が予想されたことから、委員会は慎重な(be measured)ペースで緩和的な金融政策の解除が行われると確信している。それでも、物価の安定を維持する義務を果たすために必要であれば、委員会は経済見通しの変化に対応する“と慎重なペースでの利上げ継続を示唆しつつ、これまでと同様に経済情勢次第で柔軟的に金融政策を行う方針を継続することを示した。「慎重なペース」、「金融政策は緩和的なまま」との文言が残されたことから、市場では今後も25bpの利上げが継続されるとの見方が維持された。

今回、異例であるが当初発表された声明文が1時間30分以上経過後、人為的なミスによって欠落したとして「長期的なインフレ期待は落ち着いた状態にある」との文言が第2パラグラフに追加された。これを受けインフレに対する過度の警戒感が後退し、債券相場では長短金利が低下した。株式市場では、当初景気判断の下方修正、利上げ継続を嫌気して下落していたものの、金利低下を受けNYダウとナスダック総合株価指数は小幅高に転じた。

## 景気判断を下方修正、短期的な物価判断は上方修正

声明文では、現在の景気判断を下方修正、物価に関しては短期的なインフレ圧力が強まっていることが指摘された。

現状については、支出が堅調なペースから鈍化したことや労働市場が回復しているとの判断を示した。物価に関しては、短期的なインフレ圧力の強まりが指摘されたものの、長期的なインフレ期待は非常に落ち着いているとの認識が示された。

- ・現在の金融政策に関して、前回と同様“今回の利上げ後も、金融政策は緩和的なままであり、強い生産性の向上と相俟って、経済活動に対して継続的な支援を与え続けると確信している”とあくまでも水準調整の利上げであり引き続き政策金利は緩和的であることを指摘した。
- ・景気認識については、前回の「エネルギー価格の上昇にもかかわらず生産は明らかに堅調なペースで成長を続けている」から今回“以前のエネルギー価格の上昇によって最近のデータは堅調なペースでの成長はいくぶん鈍化したことを示している”と前回から景気に対する判断は下方修正された。

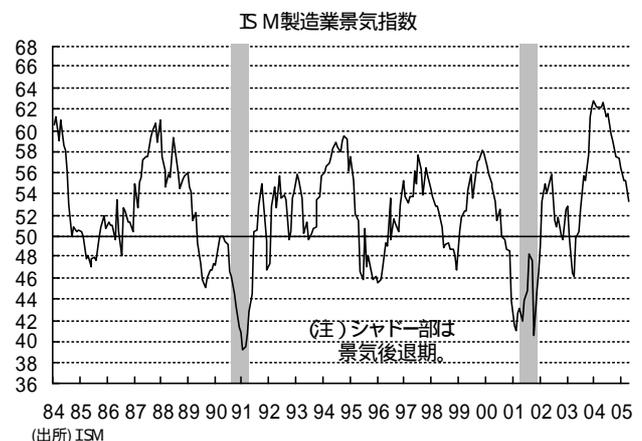
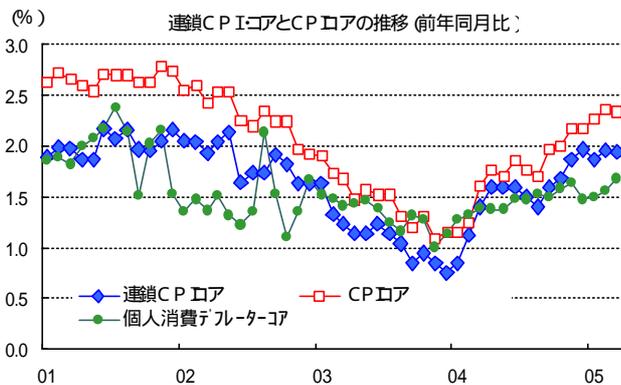
・一方、雇用環境に関しては、前回の「労働市場の状況は緩やかな改善が続いている」から今回“しかしながら、労働市場の状況は緩やかな改善が明らかに続いている”と景気が堅調なペースからは減速したが、雇用はこれまで通り改善が続いているとの認識を示した。

・物価については前回の「長期的なインフレ期待は落ち着いた状態にあるが、インフレ圧力は最近数ヵ月増している。そして、価格決定力の回復がより明らかとなっている。しかしながら、エネルギー価格の上昇は消費者物価コアに特に波及していない」から今回“インフレ圧力は最近数ヵ月増している。そして、価格決定力の回復がより明らかとなっている。長期的なインフレ期待は落ち着いた状態にある”と3月分の消費者物価コア指数が前月比で上昇ペースが加速したことを受け、前回挿入されていた「コア物価に波及していない」との文言が削除され短期的なインフレ圧力の強まりが示された。しかし、長期的なインフレ期待が落ち着いた状態にあるとの判断を強調することで過度にインフレ期待が高まるのを避けた。

### インターミーティングでは景気の拡大ペース鈍化、インフレ圧力の強まりが示された

前回3月22日のFOMC以降に発表された経済指標をみると、企業部門では製造業の動向を示すISM製造業景気指数が4月に53.3(3月55.2)と低下した。鈍化傾向を辿っているものの拡大縮小の分岐点である50を上回っており、製造業部門の拡大が持続している。

家計部門では、3月の非農業部門雇用者数が前月差+110千人と2月の同+243千人から増加ペースが鈍化した。ただし、雇用、賃金の増加により所得は拡大した。個人消費では4月の小売統計(ICSベース)は3月と同程度の拡大ペースを維持している。一方、自動車販売は3月に季節調整済み年率1690万台と2月の同1629万台から増加した。住宅関連では、住宅販売が3月に747.1万戸(季節調整済み年率)と過去最高を更新した。物価面では、3月のCPIコアは前月比+0.4%(3月同+0.3%)と表面上加速した。一方で、3月の連鎖CPIコアが前年比+1.9%(2月同+2.0%)と前月から鈍化した。また、個人消費コアデフレーターは前年同月比+1.7%と2月の同+1.6%から上昇ペースが高まったものの、FRBが物価の安定と考えている前年比+1~+2%のレンジ内で推移している。



### リスク判断は前回と同様に“ほぼ中立”

先行きのリスク判断は、全く変更されず、景気・物価ともに“ほぼ中立”。

・先行きのリスクについては前回同様“委員会は、持続的な経済成長と物価安定と目標を達成するうえで、適切な金融政策の実施によって、上下方向のリスクはほぼ均衡を維持できると認識している”とした。

・委員会の判断では、前回同様“インフレ率は落ち着いた状態が予想されることから、委員会は慎重な(be measured)ペースで緩和的な金融政策の解除ができると確信している。それでも、物価の安定を維持する義務を果たすために必要であれば、委員会は経済見通しの変化に対応す

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

る “ と物価の安定を背景に慎重なペースで利上げを行うことができるとの認識が示すと同時に、経済情勢次第で柔軟的（利上げペースの加速）に金融政策を行う方針も示した。

### 今後も潜在成長率 程度の成長が見込 まれる

今後の金融政策見通しの前提となる米国景気は、4～6月期に前期比年率+3%台前半の成長が続き、年後半に同+3%台後半の成長が見込まれる。まず、個人消費を取り巻く環境をみると、労働生産性はプラス基調を維持するものの余剰生産能力の縮小によって、前期比年率で+2%程度の伸びが続く可能性が高い。一方で、雇用に先行する景気が2003年4～6月期から2004年10～12月期まで平均して潜在成長率を上回るペースで拡大したこと、4～6月期のマンパワー社による新規雇用計画調査や経営者団体の景況調査における雇用計画などでは採用拡大を示唆していることから、企業の採用意欲が強い状態にある。少なくとも年前半は、現在のペースでの雇用増が見込まれる。年後半に関しても、潜在成長率程度の成長が持続すること等により、雇用者数は増加基調が維持され、前期比+0.3%～+0.5%が予想される。

雇用環境の改善が続くなかで賃金の上昇や福利厚生費の増加によって、可処分所得は拡大傾向を辿る可能性が高い。加えて、雇用環境の改善や景気拡大期待の回復を背景に、消費者マインドが急激に悪化するリスクは乏しい。

住宅関連資産からの資金調達では、前年比で住宅価格と概ね同様の動きをする中古住宅販売価格は、1～3月期に前年同期比+10.1%（10～12月期同+9.4%）と高い伸びになったことから、同時期の全米住宅価格も高い伸びが予想される。この結果、ホーム・エクイティ・ローン〔住宅の純資産価値（住宅の時価からモーゲージ・ローンの未払残高を除いた部分）を担保に借り入れ枠を設定すること〕は1～3月期に堅調に推移したと見込まれる。また、長期金利が低位で推移していることで、モーゲージ・ローンのリファイナンスも小幅ながら再び増加するなど、1～3月期の住宅資産関連からの資金調達は拡大した。これらの住宅資産からの資金調達は、借入・借り換え申請から1四半期程度遅れて家計の流動性に影響を与えることから、4～6月期にかけて家計の流動性増加に寄与しよう。もっとも、住宅資産からの資金調達は、住宅価格の上昇を背景に2006年にかけて増加基調を維持するとみられるが、その増加ペースは鈍化傾向を辿ると見込まれる。

以上のような状況のもと、個人消費はエネルギー価格の高止まりや新規の減税が実施されないため、減税効果によって押し上げられた2004年前半のような伸びは予想し難い。しかし、雇用・所得の持続的な拡大や2004年末で終了する予定であった家計部門に対する減税が延長されたこともあり、個人消費は2005年に前期比年率+3%台の伸びが続くと予想される。

### 今後の住宅投資は底 堅く推移

住宅市場をみると、住宅購入意欲の強い層の人口に占める比率が高まるなかで、銀行の貸し出し基準が厳格化されることなく良好な借入環境が持続している。このような環境のもと、4月のNAHB住宅市場指数では、購入者側の動向を示す「客足指数」が50と前月対比2ポイント低下し、「現在の住宅販売指数」が73と前月から3ポイント低下しており高水準ながらも4月の住宅需要拡大ペース鈍化が示唆されている。また、住宅販売に約1、2ヵ月先行する住宅購入ローン申請件数をみても、1、2月と水準が切り下がっており、住宅販売は4～6月期に小幅鈍化が予想される。ただし、4月に住宅購入ローン申請件数が再び水準を切り上げていることから、6月には住宅販売が再び増加する可能性が高い。

年後半には、長期金利の上昇が予想されるが潜在成長率程度の成長が続くもとで5%を下回る水準にとどまる一方、物価が前年比で2%台前半での推移が予想される。このため、実質金利は歴史的にみて低い水準で推移するとみられる。加えて、雇用・所得環境の改善が持続すること、

資産価格も上昇傾向を辿ると見込まれること等を背景に、住宅販売の急減は見込み難い。

このような住宅需要のもと、在庫率が低水準にとどまっていること、建築中の住宅件数や許可済み未着工件数が高止まりしていることなどから、住宅着工件数は200万戸程度を維持すると見込まれ、7～9月期にかけて実質住宅投資は前期比年率で増加基調が維持されよう。

### 設備投資は今後拡大ペースを速める公算

企業部門では、機械・ソフトウェア投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比 4.7%(2月同 2.5%)と2ヵ月連続の減少となった。しかし、1～3月期では前期比年率 +15.8%と10～12月期の同 +6.3%から大幅に加速していることから、機械・ソフトウェア投資は4～6月期に拡大ペースが加速すると予想される。年後半も、これまでの堅調な成長による期待成長率の高まり、キャッシュフローの拡大、株価の上昇、信用スプレッドの縮小、2万5千ドルから10万ドルに拡大された中小企業の設備投資償却枠が2005年末で終了することに伴う駆け込みを背景に拡大ペースを速めると見込まれる。

在庫投資では、商品・原油価格上昇に伴う投入コストの上昇を背景にコスト削減圧力が強いことから、企業が在庫の積み増しに慎重な姿勢を維持すると見られ、2005年前半在庫投資の増加ペースが抑制されよう。年後半には国内需要の持続的な拡大に加え、海外需要の加速により在庫投資の拡大ペースも速まろう。

### 純輸出のマイナス寄与は年後半に縮小する公算

その他の需要項目では、他の先進国やアジアなど世界的な景気減速により、4～6月期の輸出は緩やかな拡大にとどまろう。年後半には、ドル安効果や世界的な景気拡大ペースの加速によって輸出の拡大ペースも加速が見込まれる。一方、輸入は所得弾性値が高まるもと、内需の堅調を背景に高い伸びが予想され、純輸出の大幅なマイナス寄与が当面続く公算が大きい。

政府支出では、州・地方政府の支出拡大が予想される一方、連邦政府支出は補正の成立によって一時的に歳出が増加する可能性があるものの、財政赤字削減方針のもと基本的には歳出が抑制されることから、緩やかな拡大にとどまろう。

### 4～6月期も前期比年率+3%台前半の成長に

以上のように、05年4～6月期には純輸出の大幅なマイナス寄与、在庫投資の拡大ペース鈍化が見込まれる一方、家計部門の堅調持続、設備投資の持ち直しを背景に、実質GDP成長率は前期比年率+3%台前半の成長が予想される。年後半には、設備投資の拡大ペース加速、日本、欧州、アジア等の海外経済の持ち直しによる輸出の増加ペースの速まりを背景に、実質GDP成長率は同+3%後半の成長となる公算が大きい。

### 今後も消費者物価コアは前月比で安定推移が予想される

物価動向については、商品・原油価格が足下で高値から低下したとはいえ、月間では3月の水準から一段と上昇している。今後も世界的な景気拡大持続に伴う供給不足懸念や、過剰流動性を背景にエネルギー価格の高止まり、或いは上昇が続く可能性が高く、商品価格も高止まりする可能性がある。このため、原材料価格(コア)も再び上昇に転じると見込まれ、生産者物価(最終財)も現状程度の上昇が続く可能性が高い。ただし、製造業では数量効果、情報化投資やリストラクチャリング等による生産性の向上、利益率の改善などによってコストの増加をある程度吸収できるとみられる。さらに、前年比では物価押し上げ圧力が限界的には縮小することから、最終財価格コアの上昇ペースが急激に加速するのは避けられよう。

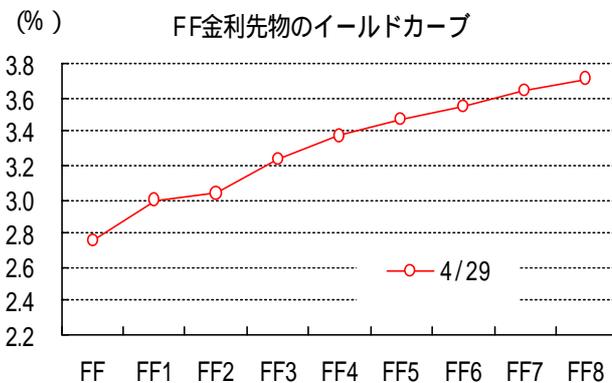
消費者段階での物価動向に関しては、短期的には宿泊費等サービス価格の上昇が続く一方、3月に販売が鈍化した衣料品の価格やインセンティブの拡大が続く新車価格が財価格を押し下げること、前月比での物価上昇が抑えられるとみられる。

中期的には、価格を抑制する要因として競争激化が挙げられるが、今後も強まることがあっても緩和する状況にはない。企業はコスト増加の影響を軽減するために、効率化等の動きを続けざるを得ないことから、雇用者数の増加ペースや賃金上昇が抑制されるとみられる。雇用の拡大ペースが抑制されれば、消費者の低価格志向が続くと見込まれ、小売段階での価格抑制圧力が強い状況が続こう。このような情勢のもと、ICタグの導入などによって小売業の生産性向上は今後も続くと考えられ、99年以降価格転嫁率が低下している状況に変化が生じる可能性は小さい。消費者段階での価格転嫁は限られたものにとどまる一方、サービス価格の上昇が続くとみられることから、消費者物価コアは前年比で+2%台半ば程度での推移が予想される。

今後も慎重なペースでの利上げを継続する公算

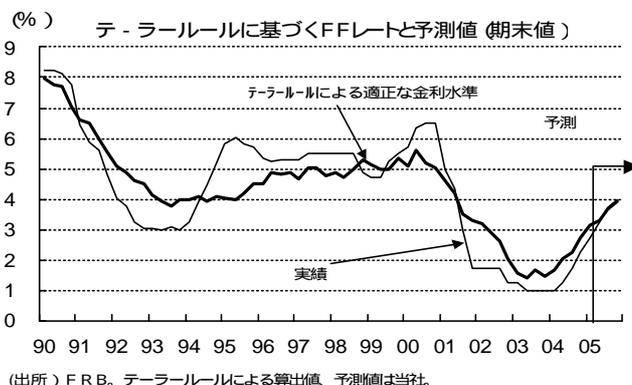
以上のようにインフレが長期的に加速する可能性が低い一方、前年比+2%台半ば程度で推移すること、潜在成長率程度の成長が持続することから、FRBは緩和的な金融政策が必要ないと判断し、利上げを継続しよう。ただし、消費者段階でインフレが加速しないこと、また、労働市場での需給が緩和的なため賃金の安定が続くと予想されること、景気の過熱感が強まらないことから、今後もFRBは慎重なペースでFFレート誘導目標を引き上げると予想される。FFレート誘導目標は、年内に3.75~4.00%まで引き上げられる公算が大きい。

慎重なペースとの文言に関しては、現在の声明文でも利上げのペース変更が可能なことから政策金利が中立な水準になるまで「慎重なペース」の文言を残すと予想される。FRBが中立と判断する水準(当社推計では現在3.5%前後)までFFレートが引き上げられた段階で「慎重なペース」、「金融政策は緩和的なまま」との文言を同時に削除しよう。ただし、中立水準まで上昇する前に利上げペースを加速させる必要が生じた場合には慎重なペースとの文言のみ削除するとみられる。



FOMCスケジュール

2005年	6月29-30日
	8月9日
	9月20日
	11月1日
	12月13日
2006年	1月31日-2月1日



以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。